

Reuss Private AG

Ausblick 2023 – Aktualisierung Q4



Reuss Private

Das grosse Bild I

Strukturelles Umfeld

- Hohe Verschuldung + demographische Entwicklung + geringer Produktivitätsfortschritt = niedriges Trendwachstum auf globaler Basis. Die hohe Verschuldung führt u.a. zu einer stärkeren Ungleichverteilung (Gini-Index). Dies ist einer der Gründe für Verschiebungen in den politischen Konstellationen (Polarisierung).
- Renationalisierung der Gesellschafts- und Wirtschaftspolitik. Stärkerer Fokus auf Verteilungseffekte innerhalb der Staaten.
- Die Pandemie hatte in Kombination mit einer starken fiskalischen Lockerung zu Angebotsknappheiten geführt, die sich - insbesondere an den Arbeitsmärkten - nur allmählich abbauen.
- Geopolitische Spannungen – insbesondere der Krieg in der Ukraine und das Verhalten Russlands – bleiben erhöht.
- Eine Ent-Dollarisierung und allfällige Entkoppelung vom Westen im erweiterten Umfeld der BRICs-Staaten erscheint möglich, was allerdings in zwei sich neu konkurrierenden Währungssystemen münden würde.

Wirtschaft

- Die makro-ökonomische Volatilität und das Nominalwachstum bleiben im Vergleich zum letzten Jahrzehnt noch länger erhöht.
- Aktuell global verhaltenes Wachstum. **Langsame Erholung mit Blick auf 2024. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist gering.**
- In den USA, und mit einiger Verzögerung auch in Europa, können die Inflationsraten über die nächsten Quartale hinweg deutlich sinken. Die Kerninflation wird jedoch erheblich langsamer fallen und im Durchschnitt über die nächsten Jahre hinweg erhöht bleiben.
- **Das US Fed und die EZB haben den Erhöhungszyklus höchstwahrscheinlich schon beendet. Allfällige Zinssenkungen werden auf sich warten lassen, insbesondere von Seiten der EZB.**
- Längerfristig dürfte die (staatlich gelenkte) Investitionstätigkeit zunehmen und das Wachstum unterstützen.

Das grosse Bild II

Einflussfaktoren

- Die geopolitischen Risiken (z.B. Ukraine, Iran, Taiwan und Türkei) haben zugenommen und dürften für einen längeren Zeitraum erhöht bleiben. Sie verstärken den Trend der Deglobalisierung.
- Die Fiskalpolitik wird zumeist expansiv gestaltet bleiben, und es dürfte keine Austeritätspolitik verfolgt werden. Die deutliche fiskalische Straffung in Deutschland ist eine Ausnahme.
- Die finanzielle Repression dürfte für mehrere Jahre stark ausgeprägt sein.
- Die politischen Risiken sind erhöht, insbesondere aufgrund des Aufstiegs EU-/Euro-kritischer Parteien in Europa sowie protektionistischer Massnahmen der US-Regierung. Die globalen Risiken und damit das Potential für längerfristig ausgeprägt negative Szenarien bleiben hoch.
- Eine erneute Akzentuierung des globalen Handelskrieges – vor allem zwischen den USA und China – würde nachhaltige Konsequenzen haben und schliesslich das globale Wachstum und die Finanzmärkte zusätzlich belasten.

Marktumfeld

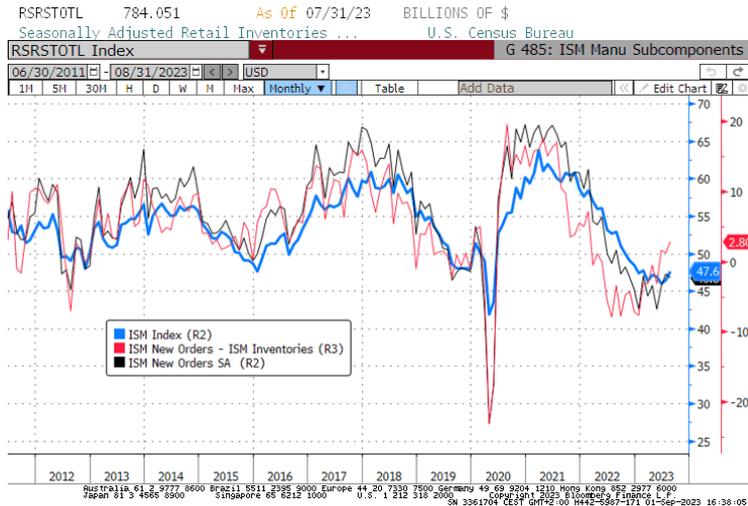
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die geldpolitische Straffung hat zu Bewertungen geführt, die aus einer langfristigen Perspektive attraktiv sind.
- Der Trend hin zu nachhaltigen Investitionen und „Green Finance“ wird sich über alle Asset-Klassen hinweg in den nächsten Jahren verstärken.
- Die Renditen von „sicheren“ Anleihen wie deutschen Bundesanleihen und US-Treasuries werden auf mehrjähriger Basis noch leicht ansteigen.
- Mit dem Ende der geldpolitischen Straffung sind Spread-Produkte attraktiv. Carry und Roll-Down bleiben für Fixed Income-Investoren wichtig.
- Temporär schwieriges Umfeld für Rohstoffe, insbesondere Basismetalle. Langfristig freundlicher für Edelmetalle.

Positionierung

Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade Bereich (Fonds) ▪ Unternehmensanleihen 	
Aktien	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Solide Dividenden-Titel ▪ Sektoren: Gesundheit, Technologie, Energie ▪ EM: Vietnam, Indien 	
Nicht traditionelle Anlagen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gold 	
Währungen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF ▪ JPY 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP

USA – Wirtschaft

ISM-Index (Einkaufsmanager, Neuaufträge und Lager)



Lohnwachstum & Inflation (JüJ. in %)



Quelle: Bloomberg

- Die Dynamik der US-Wirtschaft lässt zwar nach, aber die Abschwächung erfolgt nur graduell und langsam. Das Hauptargument für ein niedrigeres Wachstum bleibt die erhebliche geldpolitische Straffung der letzten Quartale. Die geldpolitische Straffung hat sich aufgrund der Zeitverzögerung noch nicht voll auf die Realwirtschaft durchgeschlagen. Auf Sektorebene zeigt sich die Wirtschaftsschwäche bis jetzt insbesondere am Hausmarkt und in der Industrie.
- Allerdings mehren sich Signale, dass die Schwäche der Industrie bald zu Ende kommen kann. So haben die Bauinvestitionen der Unternehmen vor dem Hintergrund des „CHIPS-Act“ sowie des „Inflation Reduction-Acts“ seit letztem Jahr erheblich zugenommen. Dazu kommt, dass mit dem Teilindikator für die Neuaufträge jetzt auch die Subkomponente beim Einkaufsmanagerindex für die Industrie (ISM), die ggü. dem ISM normalerweise einen Vorlauf aufweist, eine Verbesserung andeutet. Ebenfalls dürfte der Konsum mittelfristig Unterstützung liefern. Weil im post-Pandemiezyklus die arbeitsintensiven Dienstleistungen vermehrt nachgefragt werden, schwächt sich der Arbeitsmarkt nur langsam ab. Auch ist die Inflation deutlich gefallen und damit nehmen die Reallöhne wieder zu.

USA – Inflation & Geldpolitik

Privatkonsum & Inflation-Indizes (JüJ. in %)



Reale Renditen



Quelle: Bloomberg

- Der Inflationsdruck ist sowohl bei Energie und Nahrungsmitteln als auch bei Gütern und Dienstleistungen mit Ausnahme der Wohnkosten in der Breite rückläufig. Die Wohnkosten folgen mit einer Verzögerung von rund 15 Monaten auf den Häuserpreisen und von knapp einem Jahr den Neumieten. Der zugrundeliegende Preisdruck bei den Wohnkosten nimmt nicht mehr zu, ist sogar rückläufig. Aufgrund der Art wie die Wohnkosten gemessen werden, zeigt sich dies erst mit deutlicher Verzögerung in den Inflationsraten. Die Inflationsrate kann bis zur Jahresmitte 2024 in die Nähe von 2% fallen.
- Die Geldpolitik ist schon restriktiv. Weil sich das Wachstum langsam abschwächt und die Inflation fällt, muss das Fed die Leitzinsen nicht mehr erhöhen und der Zinserhöhungszyklus ist wahrscheinlich schon im Juli beendet worden. Die „Tightening Bias“ wird noch länger beibehalten. Weil die Inflation sinkt, steigen die realen Zinsen. Mit einer langsamen Wachstumsabschwächung kann das Fed im Verlauf von 2024 beginnen die Leitzinsen moderat zu senken. Gleichzeitig dürfte jedoch die Schätzung für die langfristige neutrale „Fed Funds Rate“ angehoben werden.

Eurozone

Konjunktur-Indikator



Inflationsraten

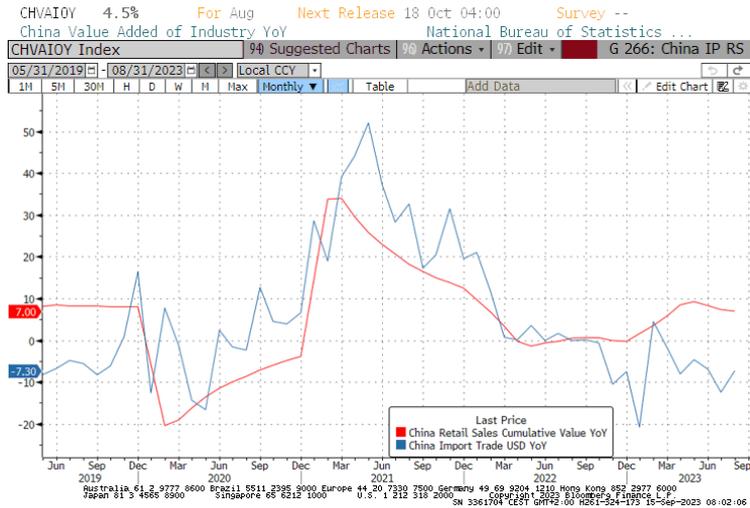


Quelle: Bloomberg

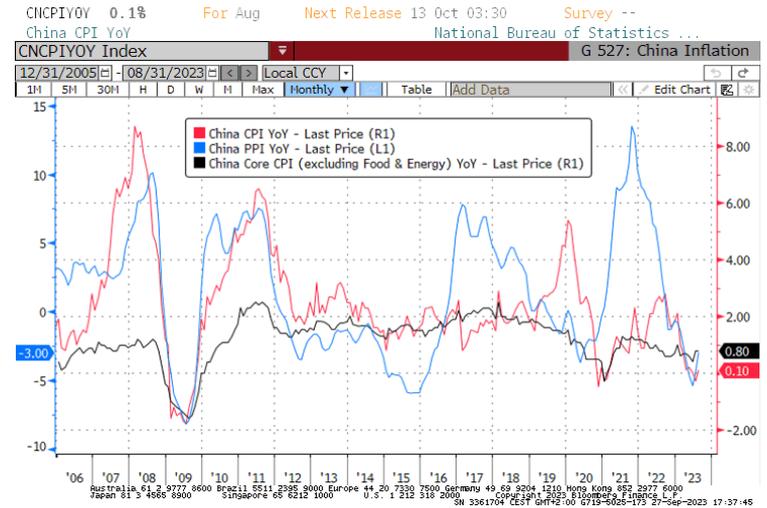
- Die Energiekrise hat zu stark ausgeprägten realen Kaufkraftverlusten und zu Produktionsstilllegungen in der Industrie geführt. Die gestiegenen Zinsen lasten auf dem Immobilienmarkt. In der Folge ist die aktuelle Wirtschaftsdynamik verhalten.
- Die Arbeitsmarktdynamik bleibt positiv. Dazu kommen verstärkte staatlich gelenkte Investitionstätigkeiten zur energetischen Transformation der Volkswirtschaften, der Sicherstellung der Lieferketten bei wichtigen Gütern und eine partielle militärische Aufrüstung. Fallende Inflationsraten in Kombination mit einer zunehmenden Beschäftigung und höherem Lohnwachstum, können mit Blick auf 2024 die Kaufkraft unterstützen und zu einer graduellen Wirtschaftserholung beitragen. Allerdings bleibt die Wirtschaft anfällig für erneut steigende Energiepreise.
- Die Outperformance der peripheren Länder gegenüber dem Kern der Eurozone und insbesondere Deutschland wird anhalten.
- Auch wenn die EZB den Leitzinserhöhungszyklus sehr wahrscheinlich schon abgeschlossen hat, sind Zinssenkungen für einen längeren Zeitraum nicht absehbar.

China

Einzelhandelsumsätze & Importe (JüJ. In %)



Inflationsraten



Quelle: Bloomberg

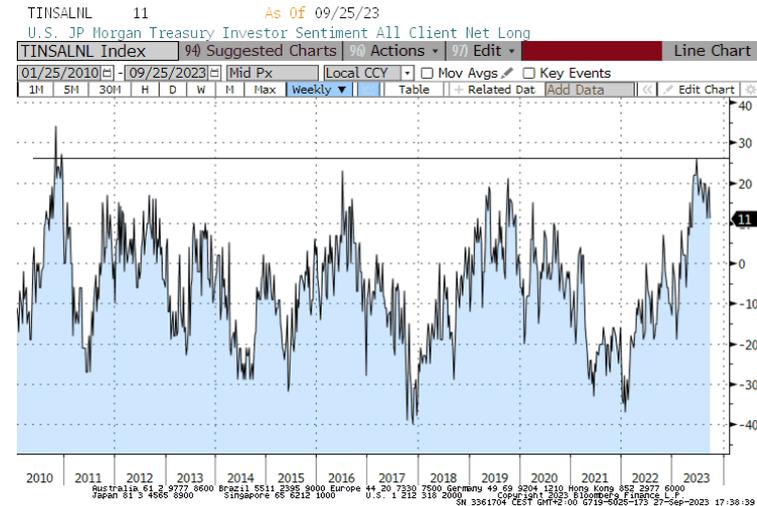
- Aufgrund einer Makropolitik während der Pandemie, die das Angebot nicht aber die Nachfrage unterstützte, der Abschwächung des Immobilienmarktes sowie der generellen Ungleichgewichte in der chinesischen Wirtschaft (hohe Verschuldung, geringer Konsumententeil) und der Demographie, ist die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schwach. Damit enttäuscht das chinesische Wachstum, die Importe aus dem Rest der Welt sind verhalten und die Inflation ist tief.
- Diese tiefe Inflation erlaubt es, dass zusätzliche makroökonomische Unterstützungsmassnahmen umgesetzt werden. Jedoch werden diese aufgrund der schon hohen Verschuldung verhalten ausfallen. Das Wachstum wird sich erholen, aber nur moderat.
- In Kombination mit einer partiellen technologischen Entkoppelung zwischen den USA und China sowie den geopolitischen Entwicklungen, haben die ausländischen Direktinvestitionen genauso wie die Portfolioinvestitionen abgenommen. In der Folge fließt Kapital in hohem Masse aus China ab und der Yuan neigt trotz des hohen Handelsbilanzüberschusses zur Schwäche.

Anleihen I

10J. Staatsanleiherenditen



Netto US-Treasury Positionen (JPM-Umfrage)



Quelle: Bloomberg

- Obwohl die am Markt eingepreisten Zinssenkungen verfrüht erscheinen und damit die längeren Geldmarktsätze noch moderates Aufwärtspotential bieten, gestaltet sich das Risiko-Ertragspotential im kürzeren Anleihebereich günstig. Die Zinsen sind deutlich gestiegen und weisen damit einen entsprechenden Puffer gegenüber negativen Entwicklungen auf.
- Hingegen bleibt das Risiko bei den längeren Anleihen hoch und die Renditen können weiter ansteigen. Die Inflation wird längerfristig im Vergleich zum letzten Jahrzehnt erhöht bleiben und die Zentralbanken werden sich mit allfälligen Zinssenkungen Zeit lassen.
- Dazu kommt, dass sich ein Ungleichgewicht zwischen dem Angebot an Duration und dessen Nachfrage abzeichnet, insbesondere in den USA. Das Angebot hat vor dem Hintergrund der quantitativen Straffung der Zentralbanken in Kombination mit erhöhten Defiziten zugenommen. Die Nachfrage bedeutender Investorengruppen hingegen ist verhalten. So hat die JPM Treasury Umfrage – sie misst die Positionierung institutioneller Investoren am US-Treasurymarkt - Ende Juni ein Zwölfjahreshoch erreicht und deutet damit an, dass diese Investoren schon eine ausgeprägte „long“-Positionierung aufweisen. Das Potential dürfte für weitere Zukäufe begrenzt sein.

Anleihen II

Yuan & Rendite 10J. US-Treasury



10J. UST nominal & real, 2-10J. Zinsspread (invertiert)

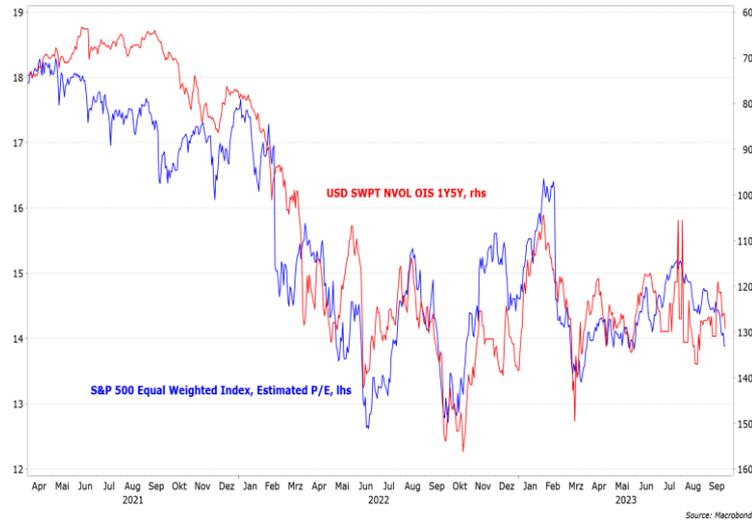


Quelle: Bloomberg

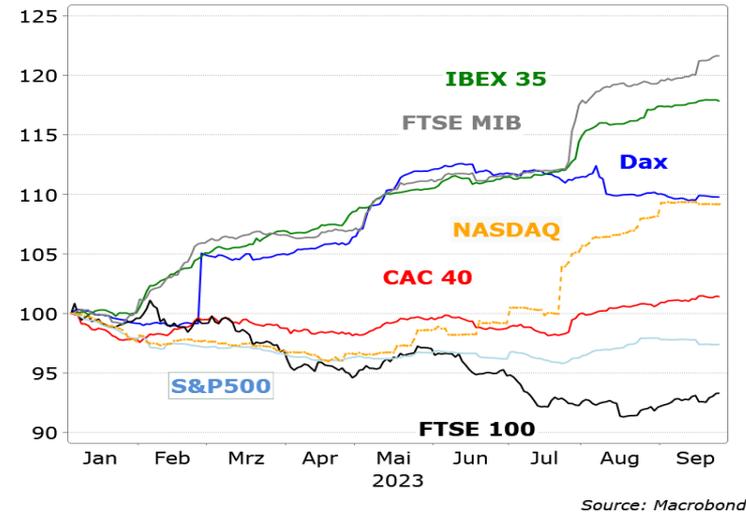
- China hatte in den letzten Jahren im grossen Stil US-Anleihen gekauft. Dies hatte damit zu tun, dass China zur Unterstützung des exportbasierten Wachstumsmodells den Yuan stetig geschwächt und dabei Fremdwährungsreserven, hauptsächlich in US-Dollar, aufgebaut hatte. In der Folge wurde China zum zweitgrössten ausländischen Investor von US-Treasuries. Weil jetzt aber das Wachstum schwach und die Kapitalzuflüsse abgenommen haben, neigt der Yuan zur Schwäche. Entsprechend werden die Fremdwährungsbestände nicht weiter aufgebaut und damit auch die Nachfrage bei US-Staatsanleihen belastet.
- Dazu kommt ein geändertes Verhalten der US-Banken. Die Banken waren in den letzten Jahren grosse Abnehmer von Duration. Die Bestände an Treasuries und Agencies sind zwischen Anfang 2019 bis Ende 2021 massiv angestiegen. Seit 2022 hingegen nehmen die Bestände ab. Der Hauptgrund dürfte sein, dass die Kundeneinlagen fallen und damit weniger Cash für Treasuries und Agencies zur Verfügung steht.
- Dieses Durationsungleichgewicht führt zu einer steileren Zinskurve und geht mit höheren Realzinsen am langen Ende einher.

Aktien

S&P 500 KGV & 1J.5J. USD Swaption Volatilität



Gewinnerwartungen (Jan 2023 = 100)



- Der strategische Ausblick für die Risikoaktiva bleibt grundsätzlich freundlich. So sollte das Ende der geldpolitischen Straffung die Bewertungen moderat unterstützen. Aufgrund des wahrscheinlichen Endes der Leitzinserhöhungen und dem Eintreten in eine längere Phase unveränderter Leitzinsen, können die Zinsvolatilitäten ausgehend vom kurzen Ende fallen. Niedrigere Zinsvolatilitäten gehen normalerweise mit sinkenden Risikoprämien und daher tendenziell höheren Bewertungen für Risikoaktiva einher.
- Dazu kommt, dass ein im Vergleich zum letzten Jahrzehnt hohes Nominalwachstum die Gewinnentwicklungen bei den Unternehmen unterstützt.
- Gleichzeitig hat aber die Attraktivität von Anleihen aufgrund der stark gestiegenen Zinsen zugenommen. In der Folge bietet sich eine moderate Übergewichtung des Aktienmarkt-Exposures an und bei grösseren Rückschlägen können Nachkäufe getätigt werden. Aktien mit niedrigen KGVs bleiben attraktiv. Geographisch können die USA, die peripheren Eurozonen sowie westliche asiatische Länder bevorzugt werden.

US-Dollar

US-Dollar, Budget- & Leistungsbilanz (in % vom BIP)



Handelsgewichteter US-Dollar & 10J. US-Realzins



Quelle: Bloomberg

- Der US-Dollar hat sich aufgrund der erheblichen Straffung der Finanzierungsbedingungen sowie durch die globale Wachstumsabschwächung seit Anfang 2021 aufgewertet und erscheint überbewertet. Dazu kommt, dass aus einer längerfristigen Perspektive das hohe Budget- sowie das Leistungsbilanzdefizit zusehends zu Belastungsfaktoren werden können.
- Gegenwärtig wird der US-Dollar jedoch durch ein besser als erwartetes Wirtschaftsumfeld in den USA und gleichzeitig einem schwächer als erwarteten Umfeld in China sowie in Europa unterstützt. Ebenfalls führen weiter steigende Realzinsen zu Kapitalzuflüssen in den US-Dollar.
- Kurzfristig kann der US-Dollar stärker tendieren. Erst mit einer fortschreitenden Wachstumsabschwächung in den USA sowie moderaten Leitzinssenkungen in 2024 wird er dann nachhaltig an Wert verlieren.

Haftungsausschluss

Felix B. Ronner
Senior Partner und CIO Reuss Private Group AG

Reuss Private AG
Wiesenstrasse 8
CH-8008 Zürich

Telefon: +41 44 512 45 10
E-Mail: felix.ronner@reussprivate.com
Web: www.reussprivate.com

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt kein Vertragsdokument dar. Die Zahlen, Kommentare und Analysen in dieser Präsentation geben die Meinung von Reuss Private AG zu Märkten, ihren Trends, Regulierungsbestimmungen und steuer-technischen Aspekten wieder. Dabei stützt sich Reuss Private AG auf die eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und die jeweils zur Verfügung stehenden Informationen. Dennoch stellen diese Informationen keine Zusicherung oder Garantie durch Reuss Private AG dar. Dieses Dokument ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Potenzielle Anleger sollten sich mit ihrem Dienstleister oder Berater in Verbindung setzen, um sich unabhängig von Reuss Private AG ihre eigene Meinung über die mit jeder Anlage verbundenen Risiken sowie über die Vereinbarkeit der jeweiligen Anlage mit der eigenen Vermögenssituation und persönlichen Lage zu bilden. Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Weder Reuss Private AG noch andere mit ihr verbundenen Unternehmen haften für Verluste, die aus der Nutzung der Daten aus diesem Dokument oder in sonstiger Weise im Zusammenhang hiermit entstehen.